



國泰君安國際

GUOTAI JUNAN INTERNATIONAL

國泰君安國際 研究部



航空业：顶点已过，下调评级为中性

分析员：陈欢瑜 (Harry Chen)

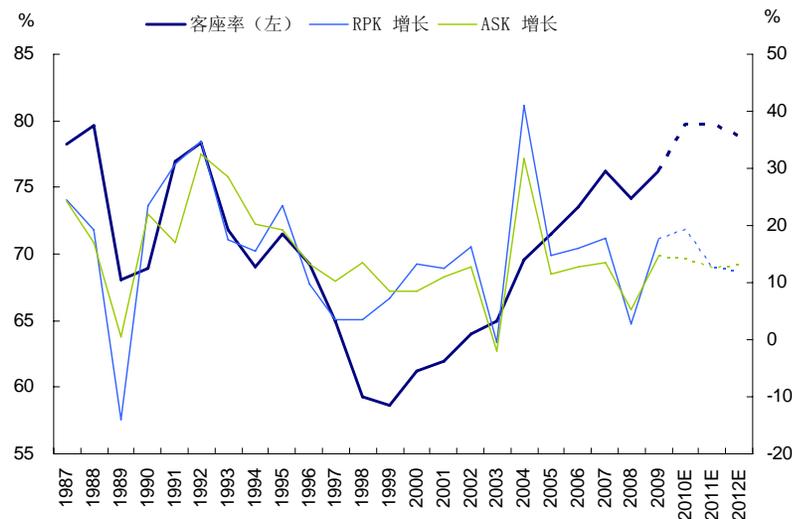
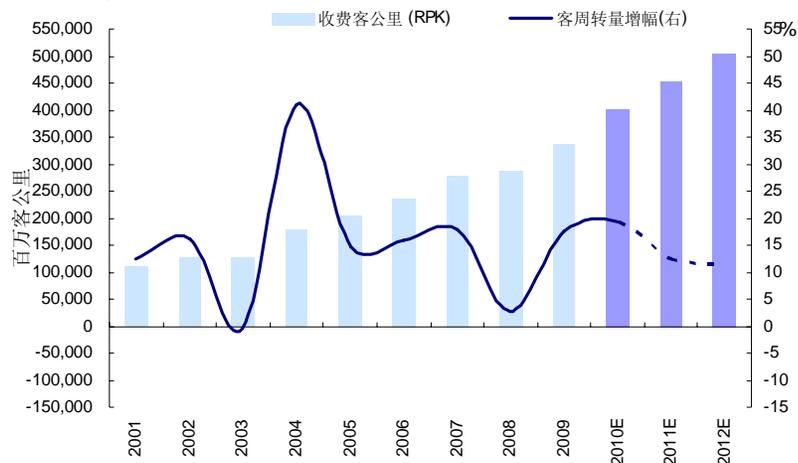
日期：2011年01月09日

联系电话：0755 2397 6683

Email: chenhuanyu@gtjas.com

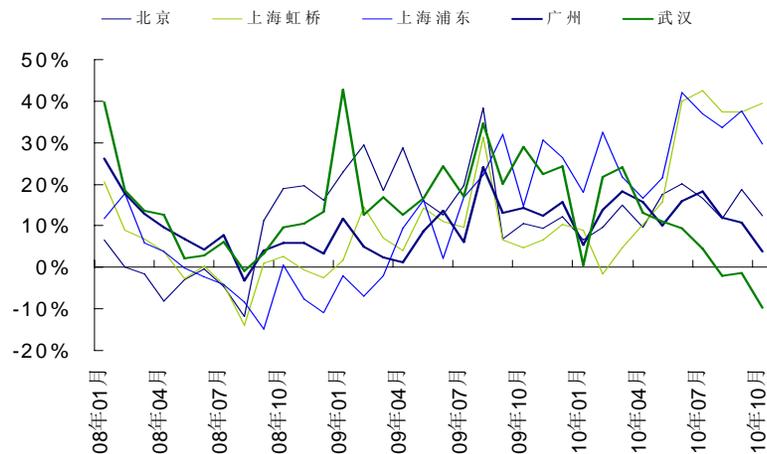
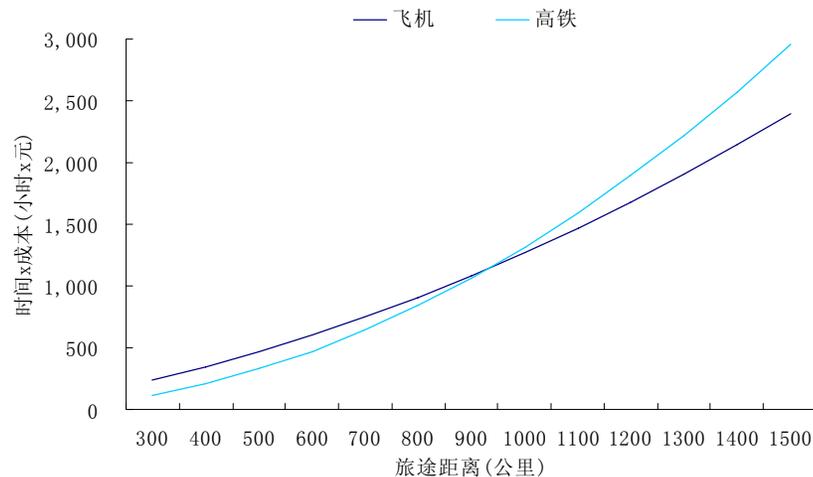
航空客运市场

- 10年客运量(RPK)增长为19.3%，好于市场预期，与我们预期一致。原因：
 - 经济复苏，国内客运量增长迅速
 - 上海世博会，广州亚运会
- 11年客运量(RPK)增长预计为12.5%。理据：
 - 与GDP弹性系数回落到历史水平以下
 - 旅游业在国家政策支持和消费升级的拉动下，11年旅客数增长12%
 - 国民收入水平提高，票价更加大众化
 - 城镇化使流动人口增加，大学生人数增加
 - 高铁分流
- 11年客座率和票价与10年持平



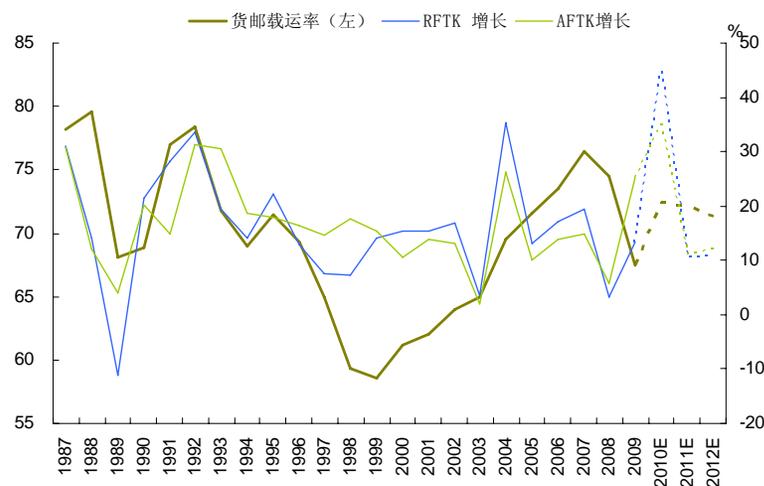
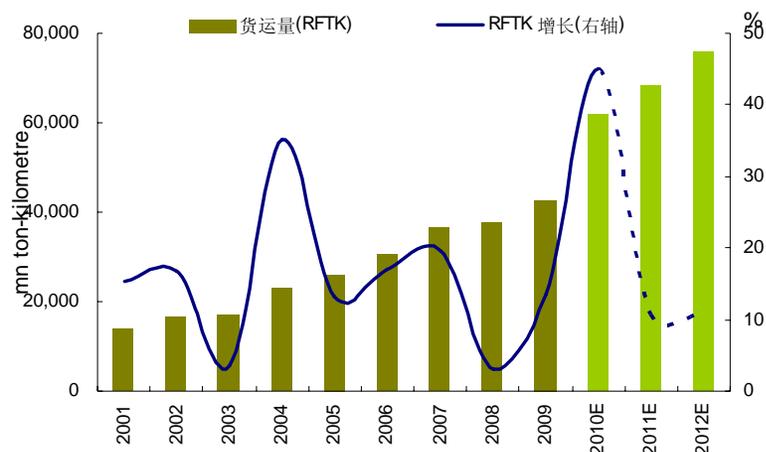
高铁的分流影响

- 国内高铁与民航的竞争临界点为**900公里**
- 武广高铁（**1069公里**）对机场分流明显，但是对航空公司影响比较轻微
- 每年对航空的分流在**1.3%-5.3%**之间，影响最大的年份在**2013年**



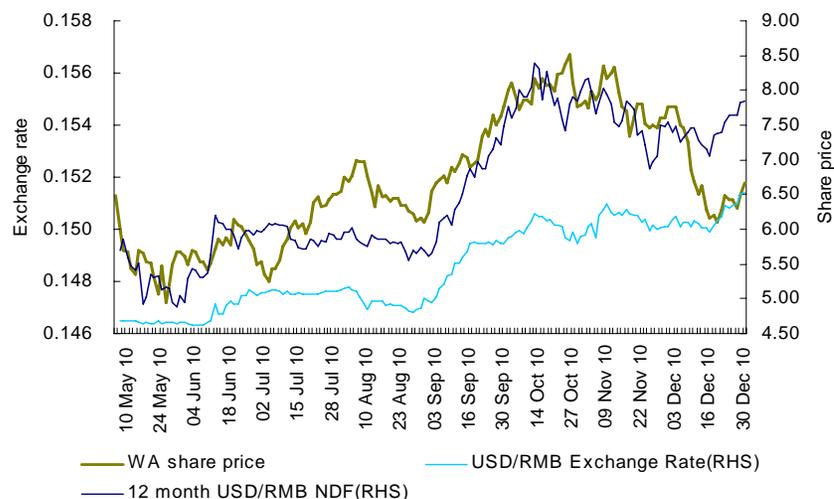
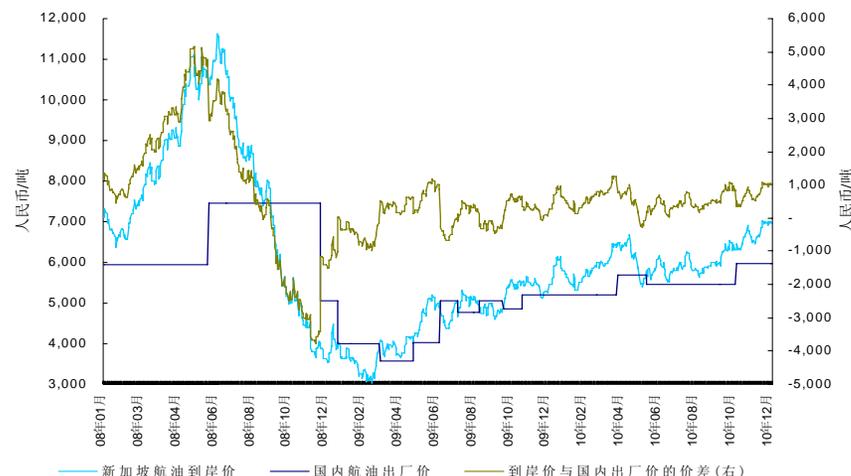
航空货运市场

- 10年航空货运量（RFTK）增长为**45%**，原因：
 - 进出口增长迅速
 - 快递迅速成长
- 11年航空货运量增长预计为**10%**，理据：
 - 国外增库存周期结束，进出口增长放缓到**10%**
 - 二极管的需求增长放缓
 - 欧洲紧缩政策影响进口需求
- 11年因为专业货机的引进速度提高，运力增长比需求增长略快，载运率将下降



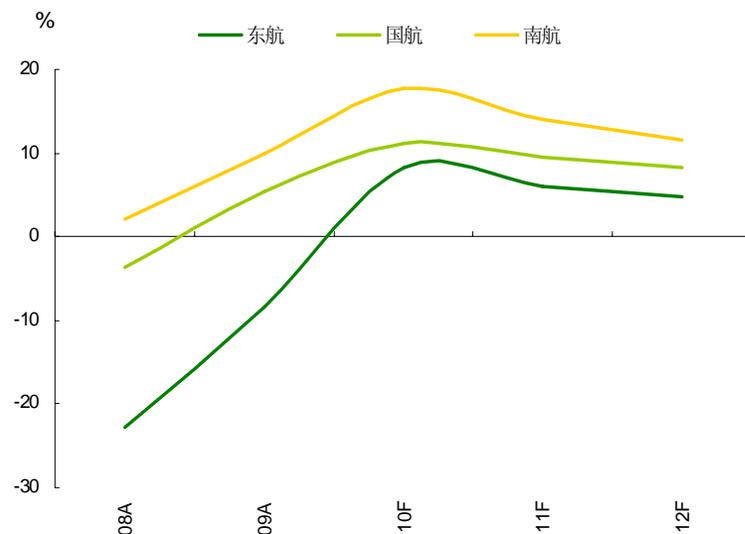
航油成本和人民币升值

- 航油价格预计在11年上升**11.6%**，使航空公司的成本增长快于盈利增长
- 11年人民币预计升值**4%**
- 航空公司的盈利对人民币升值敏感
- 假如人民币升值**5%**，国航，南航和东航的11年每股盈利分别上升**14%**，**34%**和**32%**



盈利和评级

- 预计11年航油价格继续上升，但是票价和客座率维持不变，因此利润将有所下降，航空业盈利的顶点出现在10年
- 预计未来航空的估值仍然维持相对较低的水平，评级下调到“中性”



公司



A STAR ALLIANCE MEMBER 



- 国航（753HK）评级为“收集”，目标价为12.50港元。因为相对于同业其估值仍然偏低，作为行业里盈利最好，最有效率的公司，应该值更高的估值。
- 南航（1055HK）评级为“中性”，目标价为5.00港元。因为受人民币升值的预期影响最敏感，具有短期机会。



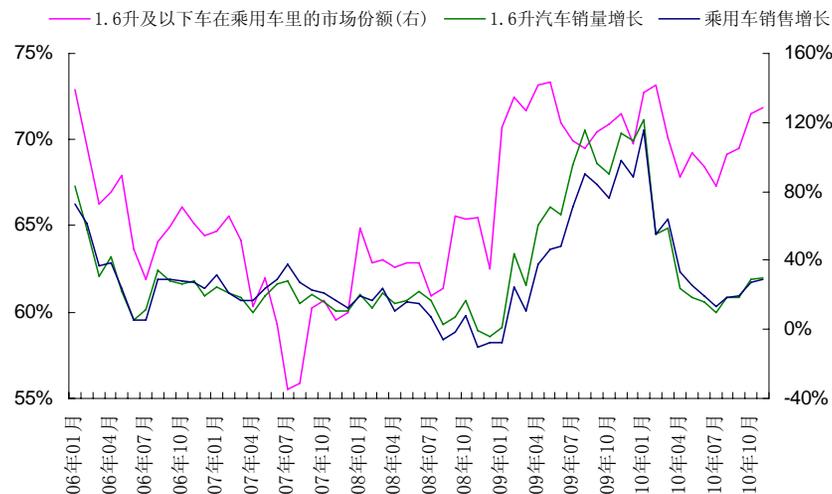
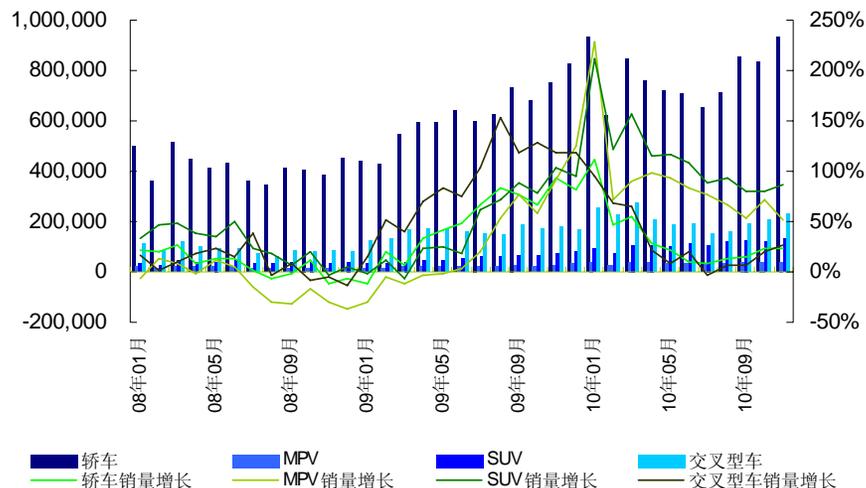
汽车行业：销售增速合理放缓，跑赢大市

政策影响

- 国家政策退市：小排量汽车购置税优惠2.5%，汽车下乡及以旧换新在10年12月31日结束
 - 地方限车令：北京在11年以免费摇号方式和增加用车费用限制小汽车增长
 - 影响：
 - 对实行限车城市的经销商冲击比较大
 - 担心限车令的潜在购车者因为恐慌心理，提前进行购车，11年的汽车销售增长仍然在10%以上
 - 小排量汽车，交叉型汽车的市场份额减少（购置税优惠和汽车下乡）
 - 商用车销售放缓（以旧换新）
 - 小排量汽车和自主品牌转战二三线城市
-

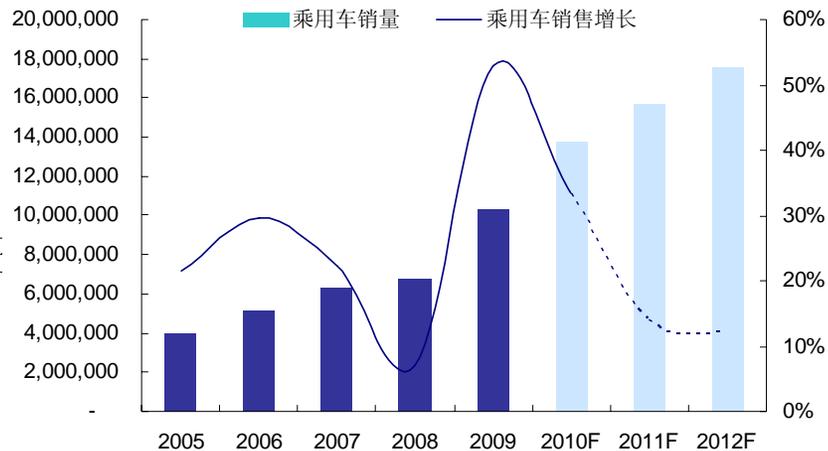
乘用车

- 10年汽车销售增长为32%，远好于市场和我们的预期，原因：
 - 汽车消费进入高增长期，汽车需求旺盛
 - 政策拉动
- SUV和MPV在11年出现井喷，主要是因为二次购车增加
- 1.6升及以下小排量汽车销售增长与市场同步，市场份额轻微下跌



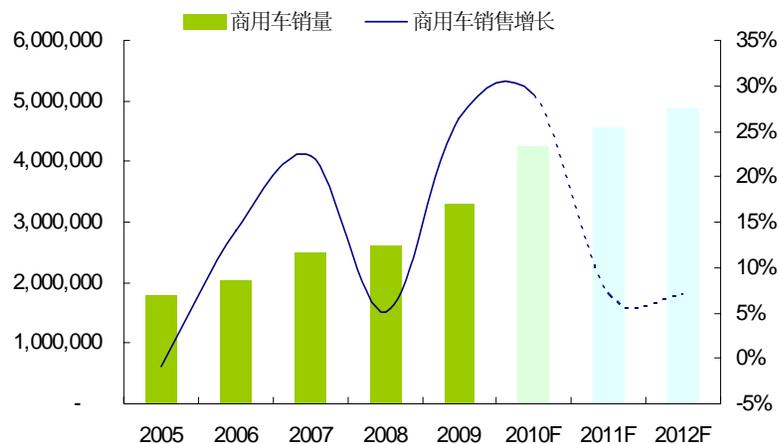
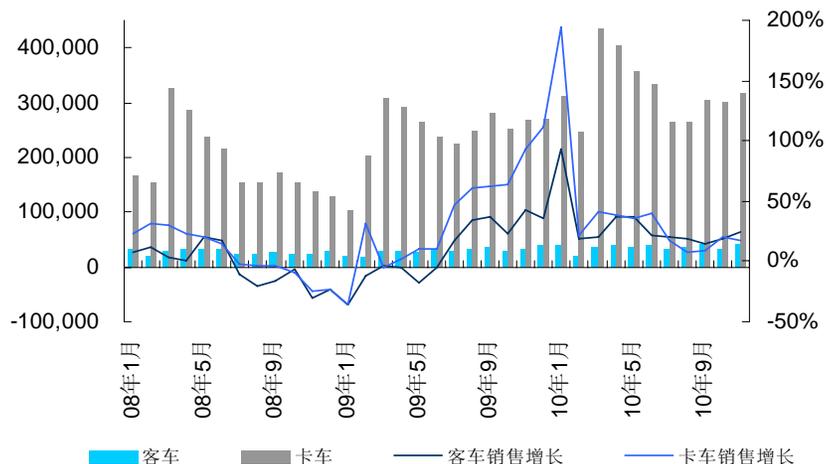
乘用车

- 11年乘用车销售增长预计为14%，理据：
 - 汽车保有量仍然比较低
 - R值(平均汽车价格/人均GDP)在2-3之间，汽车销售增长迅速
 - 节能减排对小汽车的补贴3000元仍有拉动作用
 - 二三线城市汽车需求增长迅速
- 未来乘用车的增长主要由二三线城市带动
- 一线城市二次消费需求旺盛，高端汽车的增长迅速



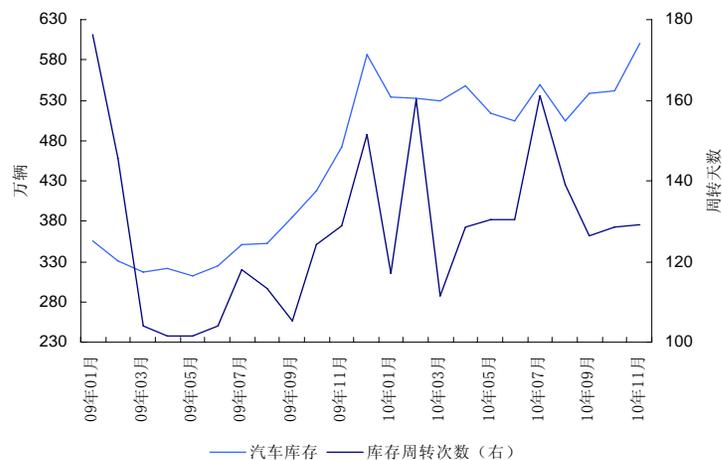
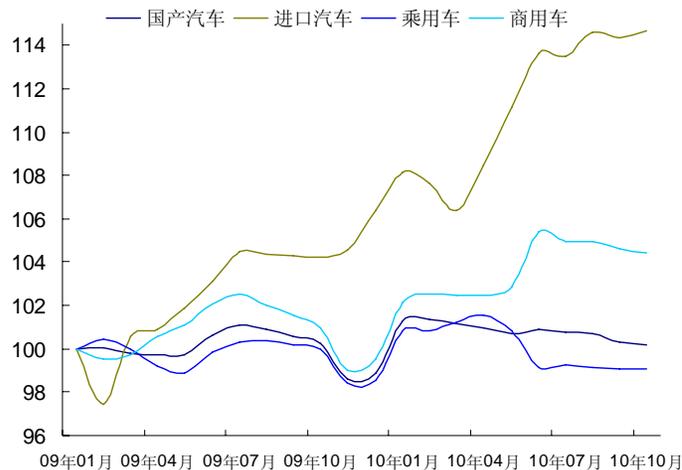
商用车

- 客车在10年的销售增长为**27%**，主要是因为国内经济复苏，对公路客运需求增加，而且出口也逐渐回升。
- 客车预计在11年的销售增长为**10%**，主要是因为大城市限制小汽车增长，城市公交建设提速，国内旅游的快速发展，出口继续随国外经济复苏而增加。
- 卡车在10年的销售增长为**31%**
 - 重卡和轻卡在10年的销售增长为**87%**和**53%**
 - 主要是因为4万亿投资继续对工程类的重卡具有拉作用，进出口增加，国内经济发展迅速，对煤炭，钢铁，水泥等大宗商品需求旺盛。
 - 轻卡的迅速发展受益于城际物流的发展
- 卡车预计在11年的销售增长**7%**，主要是因为信贷预计收紧，对固定产投资的增速放缓，重卡销售增长放缓
- 因此商用车在11年的销售增长**7%**



汽车价格、库存和出口

- 国产汽车价格预计轻微下降，主要是因为汽车销售增长放缓
- 库存风险不高，具有库存量最高的自主品牌今年的销售目标比较谨慎
- 出口在11年底回复到08年水平



行业评级

- 行业在11年的盈利增长估计超过10%
- 评级为“跑赢大市”，主要是因为汽车消费仍然在高速增长的时期，车企在扩大规模的过程不仅提升国内国际的竞争力，同时也因为规模效应，毛利不断提高

推荐公司

- 东风（489HK），评级为“买入”，主要是因为现在估值处于历史较低水平，相对于同业更具有吸引力
 - 吉利（175HK），评级为“收集”，受益于自己品牌向中高端市场成功渗透，中高端汽车在自己产品组合中的比例逐渐提高，毛利预期也会逐渐提升
-

利益披露事項

- (1) 分析员或其有联系者并未担任本研究报告所评论的上市法团的高级人员。
- (2) 分析员或其有联系者并未持有本研究报告所评论的上市法团的任何财务权益。
- (3) 除晨鸣纸业(1812.HK)外，国泰君安或其集团公司并未持有本研究报告所评论的上市法团的市场资本值的1%或以上的财务权益。
- (4) 国泰君安或其集团公司有现在或过去12个月内有与本研究报告所评论的晨鸣纸业(1812.HK)，中国全通(633.HK)，华能国际电力(902.HK)，中国太保(2601.HK)，中国泰坦能源(2188.HK)，海东青新材料(2228.HK)存在投资银行业务的关系。

免责声明

本研究报告内容既不代表国泰君安证券(香港)有限公司(“国泰君安”)的推荐意见也并不构成所涉及的个别股票的买卖或交易之要约。国泰君安或其集团公司有可能会与本报告涉及的公司洽谈投资银行业务或其它业务(例如:配售代理、牵头经辨人、保荐人、包销商或从事自营投资于该股票)。

国泰君安的销售员，交易员和其它专业人员可能会向国泰君安的客户提供与本研究部中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。国泰君安集团的资产管理部和投资业务部可能会做出与本报告的推荐或表达的意见不一致的投资决策。

报告中的资料力求准确可靠，但国泰君安并不对该等数据的准确性和完整性作出任何承诺。报告中可能存在的一些基于对未来政治和经济的某些主观假定和判断而做出预见性陈述，因此可能具有不确定性。投资者应明白及理解投资证券及投资产品之目的，及当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向其各自专业人士咨询并谨慎抉择。

本研究报告并非针对或意图向任何属于任何管辖范围的市民或居民或身处于任何管辖范围的人士或实体发布或供其使用，而此等发布，公布，可供使用情况或使用会违反适用的法律或规例，或会令国泰君安或其集团公司在此等管辖范围内受制于任何注册或领牌规定。